



公司评级 增持（首次）

报告日期 2026年04月28日

基础数据

04月27日收盘价（元）	36.75
总市值（亿元）	121.32
总股本（亿股）	3.30

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师：李博彦

S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

分析师：徐东晓

S0190524070009
xudongxiao@xyzq.com.cn

航发科技(600391.SH)

2025 年报点评：经营性现金流和内贸需求改善，外贸获得国际巨头新品订单

投资要点：

- 2025 年，公司实现营业收入 43.23 亿元，同比增长 12.27%；归母净利润 0.61 亿元，同比减少 11.51%；扣非归母净利润 0.41 亿元，同比减少 31.96%；基本每股收益 0.18 元，同比减少 14.29%。
- 据 2024 年报，2025 全年主要经营目标是营业收入 44.60 亿元，营业总成本预计 43.37 亿元，2025 年实际营业收入、营业总成本分别为 43.23 亿元、41.71 亿元，分别是目标的 96.93%、96.17%。
- 外贸产品获多个海外整机巨头奖项并获得新品订单。分产品看，2025 年内贸航空及衍生产品实现营业收入 28.70 亿元，同比增长 11.59%，占总营收比例 66.38%，毛利率 10.50%，同比减少 3.28pct。外贸产品实现营业收入 13.79 亿元，同比增长 18.54%，占总营收比例 31.89%，毛利率 15.95%，同比减少 1.76pct。2025 年，公司获得了包括 GE Vernova、Rolls-Royce、Honeywell-Aerospace 等合作商在内的多种机型，多个项目新品订单，进入了多个项目的供应链体系，初步锁定了未来三年的订单增长需求。
- 预计对中国航发系统销售商品、提供劳务关联交易金额增长。航发科技 2025 年对中国航发系统销售商品、提供劳务关联交易金额为 26.34 亿元，同比增长 12.50%，其中对成都发动机有限公司该项关联交易金额 19.12 亿元，同比增长 11.68%；公司预计 2026 年对中国航发系统销售商品、提供劳务关联交易金额为 28.46 亿元，较 2025 年发生金额增长 8.05%。子公司中国航发哈轴 2025 年实现营业收入 9.42 亿元，同比增长 3.85%，净利润 1.32 亿元，同比增长 11.03%。
- 2025 年期间费用同比减少，管理费用降幅明显。2025 年，公司期间费用合计 4.00 亿元，同比减少 4.10%，期间费用率为 9.25%，同比减少 1.58pct。其中，管理费用 1.97 亿元，同比减少 16.52%，管理费用率为 4.56%，同比减少 1.57pct。
- 2025 年经营现金流同比显著增加。2025 年，公司经营产生的现金流量净额 12.45 亿元，同比增加 23.71 亿元，2024 年为-11.26 亿元。截至 2025 年末，公司应收账款、应收票据合计 23.90 亿元，较年初增长 1.99%；应收账款周转率 2.10 次，同比减少 0.48 次。存货 24.28 亿元，较年初减少 16.46%，存货周转率 1.40 次，同比增加 0.30 次。
- 我们根据最新定期报告，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.57/1.00/1.33 亿元，EPS 分别为 0.17/0.30/0.40 元，对应 4 月 27 日收盘价 PE 为 212.7/121.2/91.1 倍，给予“增持”评级。
- 风险提示：工艺成熟度影响盈利水平的风险；研发和批产进度影响盈利水平的风险；海外市场需求不及预期的风险。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4323	4556	5057	5599
同比增长	12.3%	5.4%	11.0%	10.7%
归母净利润（百万元）	61	57	100	133
同比增长	-11.5%	-6.3%	75.4%	33.0%
毛利率	13.4%	13.1%	13.4%	13.6%
ROE	3.4%	3.1%	5.3%	6.7%
每股收益（元）	0.18	0.17	0.30	0.40
市盈率	199.3	212.7	121.2	91.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

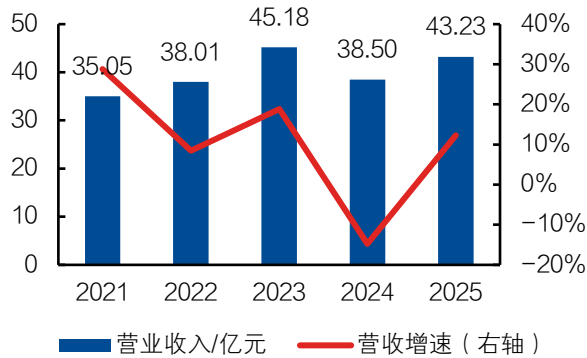
- 2025 年,公司实现营业收入 43.23 亿元,同比增长 12.27%;归母净利润 0.61 亿元,同比减少 11.51%;扣非归母净利润 0.41 亿元,同比减少 31.96%;基本每股收益 0.18 元,同比减少 14.29%。
- 公司 2025 年度拟不进行现金分红,不进行公积金转增股本。

点评

2025 年度营收增速转正

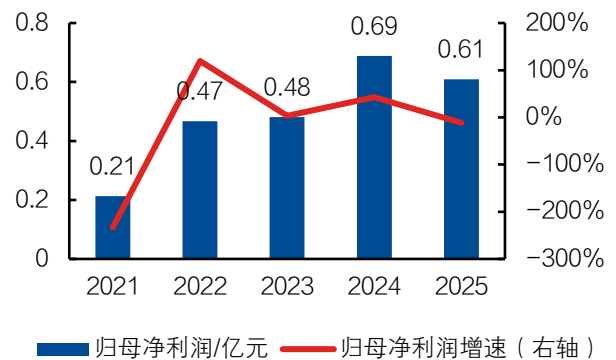
2025 年,公司实现营业收入 43.23 亿元,同比增长 12.27%;归母净利润 0.61 亿元,同比减少 11.51%;扣非归母净利润 0.41 亿元,同比减少 31.96%;基本每股收益 0.18 元,同比减少 14.29%。

图1、2021-2025 年营收 (亿元) 及增速



数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2021-2025 年归母净利润 (亿元) 及增速



数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

分季度看,公司 2025 年四个季度分别实现营业收入 7.56 亿元(同比减少 6.79%,下同)、9.03 亿元(同比减少 21.69%)、14.29 亿元(同比增长 117.41%)、12.36 亿元(同比增长 0.50%,环比减少 13.49%);实现归母净利润 0.04 亿元(同比增加 0.06 亿元)、0.07 亿元(同比减少 61.92%)、0.19 亿元(同比减少 49.78%)、0.32 亿元(同比增长 104.20%,环比增长 65.19%)。

表1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

年份	报告类型	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润
2021	Q1	10.55	7.05	20.10%	-0.25	-118.61%
	Q2	11.09	7.62	21.74%	-0.28	-133.55%
	Q3	12.78	8.29	23.65%	0.06	26.12%
	Q4	13.14	12.09	34.51%	0.69	326.04%
2022	Q1	8.91	7.51	19.75%	-0.25	-52.85%
	Q2	13.32	8.43	22.18%	0.14	29.87%
	Q3	10.30	7.15	18.80%	0.12	25.13%
	Q4	16.32	14.93	39.26%	0.46	97.85%
2023	Q1	13.36	7.41	16.41%	-0.11	-22.48%
	Q2	14.27	11.08	24.53%	0.23	48.15%
	Q3	9.99	11.90	26.34%	0.21	43.25%
	Q4	9.21	14.78	32.71%	0.15	31.09%
2024	Q1	10.72	8.11	21.06%	-0.02	-3.14%
	Q2	18.51	11.53	29.93%	0.17	25.37%
	Q3	22.17	6.57	17.07%	0.38	55.30%
	Q4	14.10	12.30	31.94%	0.15	22.47%
2025	Q1	14.83	7.56	17.49%	0.04	5.86%
	Q2	18.35	9.03	20.88%	0.07	10.92%
	Q3	9.45	14.29	33.05%	0.19	31.38%
	Q4	13.31	12.36	28.59%	0.32	51.84%

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2026 年营业收入经营目标增长

据 2024 年报，2025 全年主要经营目标是营业收入 44.60 亿元，营业总成本预计 43.37 亿元，2025 年实际营业收入、营业总成本分别为 43.23 亿元、41.71 亿元，分别是目标的 96.93%、96.17%。

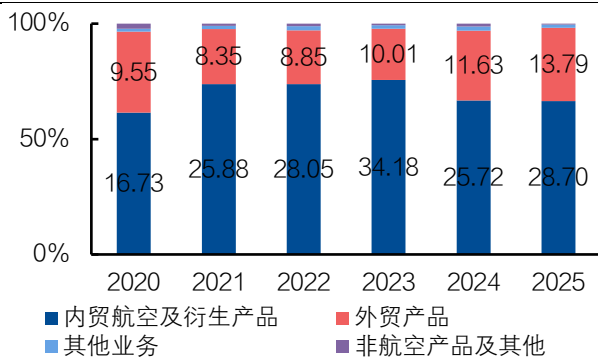
据 2025 年报，2026 年公司将持续做好内贸航空发动机及衍生产品的生产、制造、销售，按节点完成科研生产任务，按计划推进现有产品的迭代升级，积极推进新产品、新型号的研发，不断提升公司航空发动机系列零配件的生产制造核心能力。主要经营目标是营业收入 45.53 亿元，营业总成本 44.23 亿元，分别较 2025 年实际金额增长 5.32%、6.05%。

外贸产品获多个海外整机巨头奖项并获得新品订单

分产品看，2025 年：

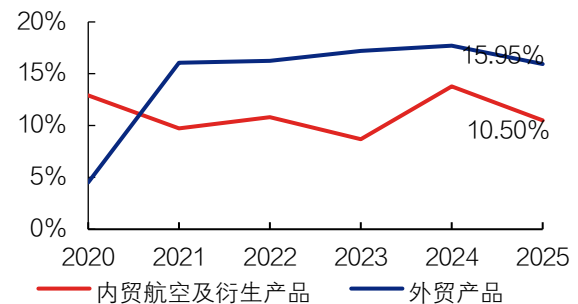
- 内贸航空及衍生产品实现营业收入 28.70 亿元，同比增长 11.59%，占总营收比例 66.38%，毛利率 10.50%，同比减少 3.28pct。
- 外贸产品实现营业收入 13.79 亿元，同比增长 18.54%，占总营收比例 31.89%，毛利率 15.95%，同比减少 1.76pct。公司先后获得 Rolls-Royce 全球“零缺陷认可奖”、Honeywell-Aerospac 连续三年“优秀供应商奖”等奖项。在保交付的同时，公司积极开拓外贸市场，成果已逐步显现。2025 年，获得了包括 GE Vernova、Rolls-Royce、Honeywell-Aerospace 等合作商在内的多种机型，多个项目新品订单，进入了多个项目的供应链体系，初步锁定了未来三年的订单增长需求。
- 非航空产品及其他实现营业收入 0.20 亿元，同比减少 56.33%，毛利率 35.79%，同比增加 32.97pct。

图3、2020-2025 年公司分产品营收（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2020-2025 年公司主要产品毛利率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

数字化产线升级支撑未来重点型号研制，数字化集成制造、自动化连续加工实现跨越式升级

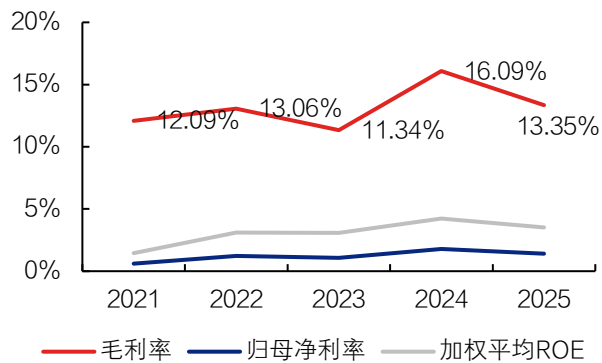
2025 年，公司累计投入资金 3.7 亿元用于能力建设，一批先进的制造能力快速形成，满足国家多个重点型号研制需要。建成火焰筒装配焊接单元、盘加工柔性生产单元等多个数字化单元，标志着公司盘类零件和燃烧室火焰筒组件的生产模式实现单机离散加工向数字化集成制造的跨越式升级，公司数字化生产制造能力全面提升。其中新增的火焰筒装配焊接单元，通过工艺自动化集成，实现了燃烧室火焰筒组件从传统人工协作加工到自动化连续加工的跨越。零件合格率提升至 98% 以上，人力配置从 6 人精简至 2 人，生产效率提升 60% 以上。

2025 年期间费用同比减少，管理费用降幅明显

2025 年，公司期间费用合计 4.00 亿元，同比减少 4.10%，期间费用率为 9.25%，同比减少 1.58pct。其中，销售费用 0.27 亿元，同比增长 15.43%，销售费率为 0.62%，同比增加 0.02pct；管理费用 1.97 亿元，同比减少 16.52%，管理费用率为 4.56%，同比减少 1.57pct；财务费用 0.66 亿元，同比增长 23.41%，财务费用率为 1.52%，同比增加 0.14pct；研发费用 1.10 亿元，同比增长 5.60%，研发费用率为 2.55%，同比减少 0.16pct。

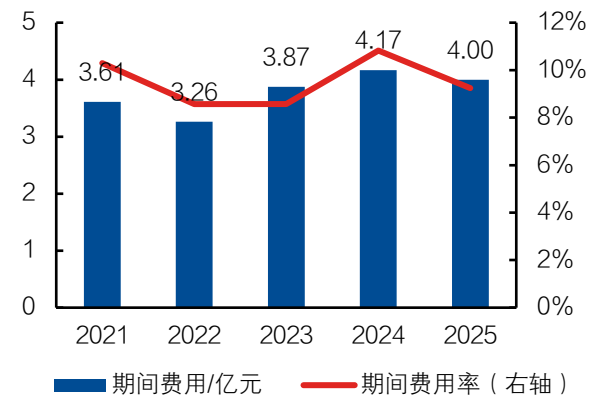
2025 年，公司毛利率 13.35%，同比减少 2.73pct；归母净利率 1.41%，同比减少 0.38pct；加权平均净资产收益率 3.52%，同比减少 0.71pct。

图5、2021-2025 年公司毛利率、归母净利率及加权 ROE



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2021-2025 年公司期间费用（亿元）及期间费用率



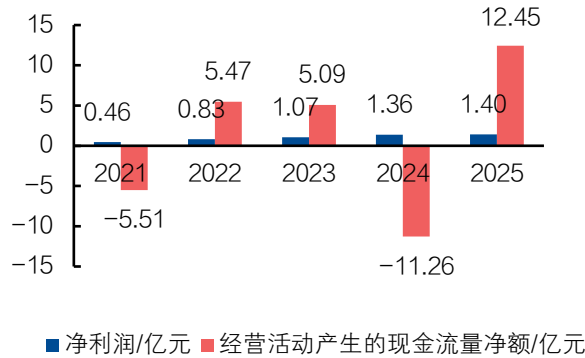
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2025 年经营现金流同比显著增加

经营活动产生的现金流量净额同比增长。2025 年，公司经营活动产生的现金流量净额 12.45 亿元，同比增加 23.71 亿元，2024 年为-11.26 亿元；投资活动产生的现金流量净额-4.18 亿元，同比减少 2.24 亿元，2024 年为-1.94 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-5.50 亿元，同比减少 155.07%。

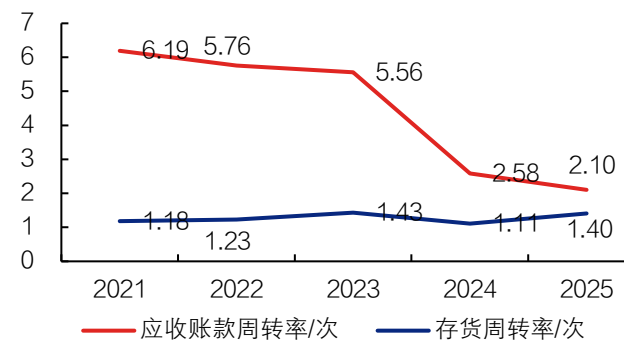
截至 2025 年末，公司应收账款、应收票据合计 23.90 亿元，较年初增长 1.99%；其中，应收账款 20.63 亿元，较年初增长 0.60%，应收票据 3.28 亿元，较年初增长 11.71%；应收账款周转率 2.10 次，同比减少 0.48 次。存货 24.28 亿元，较年初减少 16.46%，存货周转率 1.40 次，同比增加 0.30 次。

图7、2021-2025 年净利润及经营活动产生的现金流量净额（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

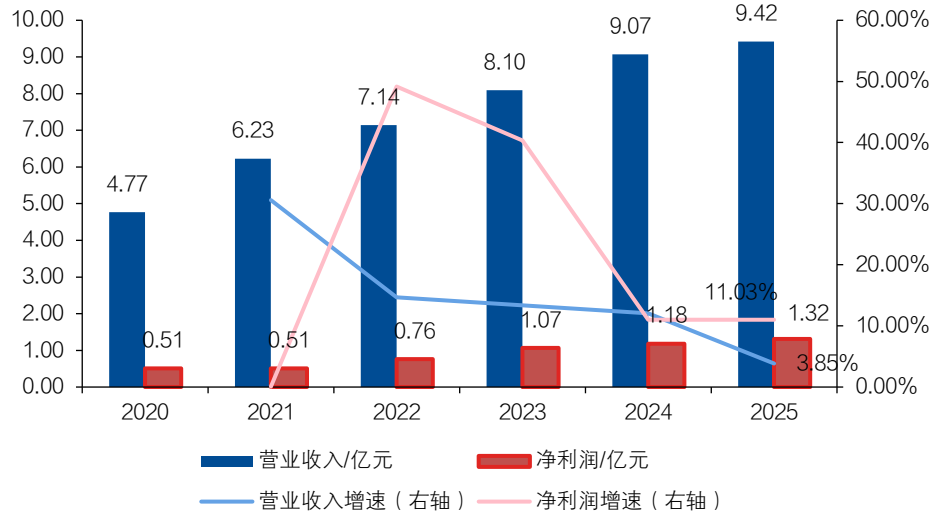
图8、2021-2025 年应收账款及存货周转率（次）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

子公司中国航发哈轴 2025 年实现营业收入 9.42 亿元，同比增长 3.85%，净利润 1.32 亿元，同比增长 11.03%。

图9、2020-2025 年主要子公司中国航发哈轴营收、净利润及增速（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

预计对中国航发系统销售商品、提供劳务关联交易金额增长。

航发科技 2025 年对中国航发系统销售商品、提供劳务关联交易金额为 26.34 亿元，同比增长 12.50%，其中对成都发动机有限公司该项关联交易金额 19.12 亿元，同比增长 11.68%；公司预计 2026 年对中国航发系统销售商品、提供劳务关联交易金额为 28.46 亿元，较 2025 年发生金额增长 8.05%。

盈利预测与投资建议

我们根据最新定期报告,预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.57/1.00/1.33 亿元, EPS 分别为 0.17/0.30/0.40 元,对应 4 月 27 日收盘价 PE 为 212.7/121.2/91.1 倍, 给予“增持”评级。

风险提示

工艺成熟度影响盈利水平的风险; 研发和批产进度影响盈利水平的风险; 海外市场需求不及预期的风险。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5569	5845	6349	6812
货币资金	582	752	746	653
交易性金融资产	0	0	0	5
应收票据及应收账款	2390	2522	2790	3081
预付款项	105	99	109	121
存货	2428	2387	2612	2859
其他	64	86	92	92
非流动资产	2965	2977	2887	2762
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1818	1805	1700	1558
在建工程	173	156	148	144
无形资产	160	180	198	215
商誉	0	0	0	0
其他	815	836	840	845
资产总计	8534	8822	9236	9574
流动负债	4688	4669	4787	4889
短期借款	680	980	980	980
应付票据及应付账款	3285	3212	3307	3385
其他	723	477	499	524
非流动负债	870	1049	1179	1216
长期借款	259	119	119	119
其他	610	929	1060	1097
负债合计	5558	5718	5966	6105
股本	330	330	330	330
未分配利润	245	272	327	400
少数股东权益	1191	1283	1379	1484
股东权益合计	2976	3104	3270	3468
负债及权益合计	8534	8822	9236	9574

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	61	57	100	133
折旧和摊销	366	269	306	344
营运资金的变动	657	-186	-432	-490
经营活动产生现金流量	1245	317	158	184
资本支出	-418	-272	-214	-219
长期投资	0	4	-1	-5
投资活动产生现金流量	-418	-284	-216	-223
债权融资	-550	198	130	37
股权融资	100	0	0	0
融资活动产生现金流量	-550	142	51	-53
现金净变动	278	170	-6	-92

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4323	4556	5057	5599
营业成本	3746	3960	4377	4836
税金及附加	25	27	30	34
销售费用	27	27	29	31
管理费用	197	207	217	228
研发费用	110	123	135	146
财务费用	66	35	38	41
投资收益	-1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	11	-9	-10	-10
资产减值损失	-37	-33	-30	-33
营业利润	167	172	226	274
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	166	172	226	273
所得税	26	22	29	36
净利润	140	149	196	238
少数股东损益	79	92	96	105
归属母公司净利润	61	57	100	133
EPS(元)	0.18	0.17	0.30	0.40

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	12.3%	5.4%	11.0%	10.7%
营业利润增长率	4.8%	2.9%	31.4%	21.3%
归母净利润增长率	-11.5%	-6.3%	75.4%	33.0%
盈利能力				
毛利率	13.4%	13.1%	13.4%	13.6%
归母净利率	1.4%	1.3%	2.0%	2.4%
ROE	3.4%	3.1%	5.3%	6.7%
偿债能力				
资产负债率	65.1%	64.8%	64.6%	63.8%
流动比率	1.19	1.25	1.33	1.39
速动比率	0.63	0.70	0.74	0.77
营运能力				
资产周转率	51.7%	52.5%	56.0%	59.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.18	0.17	0.30	0.40
每股经营现金	3.77	0.96	0.48	0.56
估值比率(倍)				
PE	199.3	212.7	121.2	91.1
PB	6.8	6.7	6.4	6.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn